

一季度销售基本稳定，静待食品香精及配料业务花开

——华宝股份（300741）2019年一季度财报点评

2019年04月29日

推荐/维持

华宝股份

财报点评

投资要点：

- **事件：**华宝股份2019年一季度实现营业收入4.44亿元，同比下降10.26%，归母净利2.93亿元，同比增长5.87%。
- **受客户采购计划调整影响Q1收入下滑，下游回暖全年业绩有望回温。**由于19年国家调整税率，主要客户调整一季度调整采购计划，公司Q1营收下降10.26%。在经过连续三年的严格调控后，国家控烟力度有所放宽，下游卷烟销量已在去年站稳。19Q1全国卷烟产量累计同比增长7.8%，19年有望维持增长，下游需求回暖有助公司全年业绩提升。
- **产品结构调整毛利率略有下滑。**公司19Q1毛利率达76.63%，同比下降2.19pct，毛利率下降主要是由公司结构调整所致。由于烟用香精行业已经进入成熟期，增速放缓，食品香精/配料业务逐渐成为新的发展主力。目前公司主要收入来源于其食品香精产品，其中烟用香精占比近9成，毛利率高达80%。食品香精/配料毛利率在30-40%之间，随着收入结构调整食品香精/配料业务占比不断上升，公司毛利率将会逐步降低。
- **告别海试、精准把握客户需求针对性研发，控费+利息补助上升致净利率大幅提升。**公司19Q1销售/管理（含研发）分别为9.15%/16.12%，同比变动+0.99%/-2.76%，主要是因为公司调整研发方式所致。以前公司研发以海试为主，耗材较多，现在公司先由销售人员对客户做好针对性调查，摸清客户需求后再让研发团队针对性研究，虽然销售费用有所上升，但研发效率提高研发支出减少，整体而言达到了控费的效果。公司Q1财务费用率/其他收益占比分别为-11.23%/14.1%，同比变动-5.46pct/+4.27pct，主要因为利息收入及政府补助上升所致。控费+利息/补助上升助力净利率提升，19Q1净利率高达67.60%，同比上升10.21pct。
- **定位“美味生活引领者”，食品香精/配料同时发力为客户提供一站式服务。**18年起公司实施战略调整，定位“美味生活引领者”，未来发展将通过内生+外延的方式从食品香精/配料业务上发力。食品香精市场格局分散，同行300余家竞争对手中小企业占多数。国家逐渐趋严的环保政策正迫使不达标的小型企业退出市场，华宝在公司规模以及调香师研发能力上有优势，在市场整合过程中优势明显。由于食品配料与食品香精同客户同渠道，公司将同时发展配料业务，为客户提供一站式解决方案与服务。鹰潭项目21年达产后食用香精产能达12700吨，食品配料产能达22300吨，产能释放后食品香精/配料业务收入贡献将逐步上升，成为公司增长新动力。
- **盈利预测与评级：**预计公司19-21年收入分别实现22.70/24.08/25.80亿元，同比增长4.67%/6.06%/7.16%，净利润分别实现12.06/12.44/12.95亿元，同比增长1.03%/3.14%/4.08%，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**募资项目进展及下游需求增长不及预期，原材料成本上升等

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,197.73	2,169.07	2,270.46	2,408.12	2,580.46
增长率(%)	-15.96%	-1.30%	4.67%	6.06%	7.16%
净利润(百万元)	1,166.56	1,193.70	1,206.03	1,243.88	1,294.62
增长率(%)	-8.66%	2.33%	1.03%	3.14%	4.08%
净资产收益率(%)	20.48%	13.08%	15.49%	14.37%	13.54%
每股收益(元)	2.07	1.94	1.96	2.02	2.10
PE	16.82	17.94	17.78	17.24	16.56
PB	3.44	2.39	2.80	2.52	2.28

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

姜倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

交易数据

52周股价区间(元)	29.20-48.88
总市值(亿元)	214
流通市值(亿元)	21
总股本/流通A股(万股)	61588/6159
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.51%

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《华宝股份（300741）深度报告：下游结构调整孕育潜在机遇，国内香精龙头稳中求变》2019-04-15

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	4574	7940	5983	6290	7023	营业收入	2198	2169	2270	2408	2580	营业成本	474	485	536	582	642	
货币资金	3247	6117	4120	4265	4876	营业税金及附加	45	33	41	43	44	营业费用	136	186	168	164	187	
应收账款	747	641	729	804	878	管理费用	382	191	351	372	391	财务费用	-68	-157	-164	-141	-139	
其他应收款	14	14	15	16	17	资产减值损失	7.49	0.49	0.49	2.82	1.27	公允价值变动收益	-41.18	5.02	0.00	0.00	0.00	
预付款项	7	11	14	15	19	投资净收益	34.94	2.02	2.02	2.02	2.02	营业利润	1355	1418	1341	1386	1457	
存货	323	386	427	464	511	营业外收入	2.89	0.81	100.00	100.00	90.00	营业外支出	1.69	1.12	1.40	1.26	1.33	
其他流动资产	92	353	327	329	332	利润总额	1357	1417	1440	1485	1545	所得税	190	224	233	241	251	
非流动资产合计	1647	1687	2353	2946	3145	净利润	1167	1194	1206	1244	1295	少数股东损益	19	18	18	19	20	
长期股权投资	58	53	53	53	53	归属母公司净利润	1148	1176	1188	1225	1275	EBITDA	1395	1357	1235	1347	1437	
固定资产	276	244	595	1048	1368	EPS (元)	2.07	1.94	1.96	2.02	2.10	主要财务比率						
无形资产	72	66	60	53	46	成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	营业收入增长	-15.96%	-1.30%	4.67%	6.06%	7.16%	
其他非流动资产	1	1	1	1	1	营业收入增长	-0.71%	4.59%	-5.41%	3.36%	5.10%	营业利润增长	-0.71%	4.59%	-5.41%	3.36%	5.10%	
资产总计	6221	9627	8336	9236	10168	归属于母公司净利润	1.03%	2.41%	1.03%	3.14%	4.08%	毛利率(%)	68.98%	78.16%	76.41%	75.81%	75.14%	
流动负债合计	497	523	535	559	579	获利能力	净利率(%)	53.08%	55.03%	53.12%	51.65%	50.17%	净利率(%)	53.08%	55.03%	53.12%	51.65%	50.17%
短期借款	0	0	0	0	0	ROE(%)	20.48%	13.08%	15.49%	14.37%	13.54%	偿债能力	8%	5%	6%	6%	6%	
应付账款	148	152	167	182	202	资产负债率(%)	8%	5%	6%	6%	6%	流动比率	9.19	15.18	11.18	11.25	12.13	
预收款项	3	3	4	4	4	流动比率	9.19	15.18	11.18	11.25	12.13	速动比率	8.54	14.44	10.38	10.42	11.25	
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	营运能力	总资产周转率	0.38	0.27	0.25	0.27	0.27	应收账款周转率	-	3	3	3	3
非流动负债合计	6	2	4	3	3	总资本周转率	0.38	0.27	0.25	0.27	0.27	应付账款周转率	16.70	14.47	14.24	13.80	13.44	
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标(元)	每股收益(最新摊薄)	2.07	1.94	1.96	2.02	2.10	每股净现金流(最新)	2.00	2.30	-3.20	0.23	0.99
应付债券	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	2.00	2.30	-3.20	0.23	0.99	每股净资产(最新摊)	10.11	14.59	12.45	13.84	15.29	
负债合计	503	526	539	562	582	估值比率	P/E	16.82	17.94	17.78	17.24	16.56	P/B	3.44	2.39	2.80	2.52	2.28
少数股东权益	113	113	131	150	169	EV/EBITDA	11.50	11.29	14.02	12.75	11.53							
实收资本(或股本)	554	616	616	616	616													
资本公积	2356	4606	4606	4606	4606													
未分配利润	2410	3431	1856	2411	2987													
归属母公司股东权益	5604	8989	7667	8524	9417													
负债和所有者权益	6221	9627	8336	9236	10168													
现金流量表		单位:百万元																
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E													
经营活动现金流	1442	1268	1002	1094	1165	偿债能力												
净利润	1167	1194	1206	1244	1295	资产负债率(%)	8%	5%	6%	6%	6%							
折旧摊销	107.40	96.56	51.51	102.00	119.33	流动比率	9.19	15.18	11.18	11.25	12.13							
财务费用	-68	-157	-164	-141	-139	速动比率	8.54	14.44	10.38	10.42	11.25							
应付账款的变化	226	107	-88	-75	-74	营运能力												
预收账款的变化	-2	0	1	0	0	总资产周转率	0.38	0.27	0.25	0.27	0.27							
投资活动现金流	52	-2019	-653	-722	-310	应收账款周转率	-	3	3	3	3							
公允价值变动收益	-41	5	0	0	0	应付账款周转率	16.70	14.47	14.24	13.80	13.44							
长期股权投资减少	-2	5	0	0	0	每股指标(元)												
投资收益	35	2	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	2.07	1.94	1.96	2.02	2.10							
筹资活动现金流	-384	2170	-2318	-227	-244	每股净现金流(最新)	2.00	2.30	-3.20	0.23	0.99							
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	10.11	14.59	12.45	13.84	15.29							
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率												
普通股增加	0	62	0	0	0	P/E	16.82	17.94	17.78	17.24	16.56							
资本公积增加	0	2250	0	0	0	P/B	3.44	2.39	2.80	2.52	2.28							
现金净增加额	1110	1418	-1969	145	611	EV/EBITDA	11.50	11.29	14.02	12.75	11.53							

资料来源:公司公告东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品等研究工作。2018年获得万德wind平台综合影响力第一名，万德wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。
*此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。